

Платформа І. Процеси глобалізації та корпоративні фінанси

УДК 336.71

Терещенко О.О.,

*професор, д.е.н., завідувач кафедри корпоративних фінансів і
контролінгу ДВНЗ «Київський національний економічний
університет імені Вадима Гетьмана»*

Детермінанти ставки витрат на капітал на ринках, що розвиваються

Актуальність. Один із ключових інструментів корпоративних фінансів є процентна ставка за якою підприємства залучають капітал (як борговий, так і інвестиційний). У той час як загальний алгоритм визначення процентних ставок, за якими надається (залучається) капітал корпоративним підприємствам визначено (безризикова процентна ставка плюс премія за ризик), до цього часу відсутній єдиний підхід до розрахунку окремих параметрів, що складають зазначений алгоритм. Особливо гостро ця проблема проявляється у разі визначення безризикових процентних ставок та премії за ризик вкладень у підприємства, які функціонують на ринках, що розвиваються (emerging markets, ЕМ), до яких відноситься і Україна. Це пояснюється тим, що стандартні моделі, що використовуються на розвинених ринках, для ЕМ є здебільшого непридатними.

Мета. Процентні ставки рефлектують на рівень зайнятості та заробітної плати, ціни, обсяг інвестицій та ділової активності. Відтак, вони є предметом спекуляцій на політичному рівні. Навколо питання процентних ставок точаться гострі дискусії серед науковців та практиків. Ідеальні з теоретичної точки зору моделі (зокрема CAPM) у їх чистому вигляді на ЕМ не мають практичного застосування, оскільки діють лише за досить рестриктивних припущень. Відтак, існує потреба у розробці модифікованих підходів до розрахунку ставки витрат на капітал, які б ураховували специфіку зазначеного сегменту

глобального ринку. Пропоноване дослідження є спробою визначити ключові детермінанти ставки витрат на капітал, які мають бути ураховані у процесі розробки моделі її розрахунку для підприємств, які функціонують на ринках, що розвиваються.

Ключові результати та висновки. В економічно розвинених країнах, вихідним пунктом для встановлення процентних ставок є інформація, що надходить з фінансового ринку, зокрема, з кредитного та фондового ринків. Плата за капітал є інтегрованим виразом сукупності факторів, що втілюють у собі ринкові очікування щодо ризиків вкладень у конкретний актив з урахуванням доходності по ринку в цілому. По суті, мова йде про кількісну оцінку (монетизацію) ризиків. Що більше ця оцінка прив'язана до ринку, тим вона вважається об'єктивнішою. Відповідно до неокласичної моделі (CAPM) за умови досконалого ринку капіталів такі оцінки були б абсолютно точними. Похибки, які мають місце на практиці, пояснюються здебільшого рівнем невідповідності ринків критеріям досконалості та впливом біхевіористичної складової. Залежно від ступеня невідповідності умов діяльності критеріям досконалого ринку можна виокремити три категорії підприємств:

- компанії, акції яких мають обіг на розвинених ринках капіталів;
- підприємства, що функціонують у розвинених країнах, однак, корпоративні права яких не знаходяться у вільному;
- підприємства, які функціонують на ЕМ, незалежно від того, чи мають їх корпоративні права обіг на локальному ринку капіталів.

До відмінних рис країн, що відносяться до ЕМ можна віднести: вищий, порівняно з розвиненими країнами економічний ріст; високу економічну та політичну волатильність; високі ризики вкладень, зокрема, ризики корупції; приватизаційні процеси; неефективний ринок капіталів; значний тіньовий сектор; ліберальні умови доступу іноземних інвесторів, низькі витрати на персонал. Зазначені особливості так чи інакше впливають як на ставку витрат на капітал, так і на порядок її визначення. В країнах з деформованим ринком капіталів невідповідність критеріям досконалості ринку є критичною. Відтак,

інформація, що генерується відповідним локальним ринком лише частково може прийматися для кількісного оцінювання ризиків. Для таких країн, як Україна, на проблему незначної невідповідності глобальних ринків капіталів критеріям досконалості накладається проблема повної невідповідності зазначеним критеріям місцевого ринку. З огляду на недієздатність та мініпулятивність фондового ринку в Україні (як і у багатьох інших країнах ЕМ), можна припустити, що порядок розрахунку ставки витрат на капітал для усіх вітчизняних підприємств буде однаковим, незалежно від того чи мають їх корпоративні права обіг на локальному ринку капіталів чи ні. Виключення становлять компанії, які представлені на міжнародних ринках.

З огляду на тіньову складову, на таких деформованих фінансових ринках, як український мають місце три види процентних ставок: договірна (наводиться в офіційній звітності та в офіційних угодах), фактична та ринкова. Офіційна плата за користування капіталом є здебільшого нижчою за фактичну та ринкову. На окремих державних підприємствах, через зловживання менеджменту можна спостерігати протилежну картину. Питання полягає в тому, чи співпадає фактична ставка та капітал з ринковою. Відповідь на нього залежить від типу капіталу, який залучається (борговий чи власний), а також від умов залучення (публічні чи непублічні). Виходячи з цього, капітал можна класифікувати таким чином:

- 1) борговий капітал, залучений на ринкових умовах – банківські кредити, залучені за ринковими кондиціями та кошти, залучені на основі публічної емісії облігацій;
- 2) борговий капітал, залучений на неринкових умовах – банківські кредити, залучені за неринковими кондиціями та кошти, залучені на основі квазі-публічного розміщення облігацій;
- 3) власний капітал, залучений на ринкових умовах – кошти, залучені на основі емісії корпоративних прав на публічних умовах або ж за ринковими кондиціями не публічними компаніями;

4) власний капітал, залучений на неринкових умовах – кошти, залучені в результаті емісії корпоративних прав на квазі публічних умовах або ж за неринковими кондиціями не публічними компаніями.

Під ринковими умовами залучення капіталу слід розуміти комплекс параметрів, що диктуються ринком: плата за капітал (відсоткова ставка), строки, рівень забезпечення, ризик. Якщо капітал залучений на ринкових умовах, то це означає, що процентна ставка за його користування відповідає ринковій процентній ставці на вкладення з порівнюваними строками, рівнем ризику та забезпечення. Під квазі-публічним розміщенням цінних паперів ми розуміємо випадок емісії акцій чи облігацій, за якого має місце формальне дотримання нормативно-правових вимог, однак, фактичне (приховане) їх порушення. Враховуючи вищевикладене, можна припустити, що витрати на борговий капітал, що залучений на неринкових умовах в цілому будуть нижчими, ніж ринкова процентна ставка для капіталу з подібними кондиціями. Це пояснюється тим, що у процес отримання такого капіталу задіяна корупційна або ж кримінальна складова. Прикладом цього можуть бути кредити, отримані пов'язаними особами банку або ж кредити, видані клієнтам з недостатнім розміром кредитного забезпечення чи високим рівнем ймовірності дефолту. На неринкових умовах можуть також залучатися кошти через квазі-публічне або ж не публічне розміщення облігацій, зокрема, товариствами з обмеженою відповідальністю. Йдеться про де-факто низькі кредитні рейтинги емітентів, незабезпеченість емісії ліквідними активами, переобтяженість поточними зобов'язаннями, відсутність ефективного андеррайтингу, закрите розміщення цінних паперів серед вузького кола учасників та про відверто фіктивні цінні папери. Зазначені проблеми стосуються як неринкового розміщення облігацій, так і емісії акцій. У разі неринкового розміщення цінних паперів можливими є два сценарії формування ціни капіталу:

- 1) у відношенні дрібних інвесторів – ціна капіталу штучно занижується: через не виплату дивідендів, відсотків, реструктуризацію

заборгованості за облігаціями на не вигідних для їх держателів умовах тощо;

- 2) у відношенні крупних інвесторів, навпаки, ціна капіталу може перевищувати ринкові значення.

Висновок щодо неринкових умов залучення капіталу робиться у разі розбіжності між офіційною платою за капітал та фактичними платежами. У цьому випадку мають місце тіньові витрати на капітал. За наявності тіньових витрат на капітал, він вважатиметься таким, що залучається на неринкових умовах, навіть якщо загальна величина платежів за його користування відповідатиме ринковій процентній ставці. Це зумовлено тим, що переведення платежів за капітал у тіньовий сектор пов'язане перш за все з ухиленням від оподаткування, що так чи інакше порушує ринкові умови залучення та обслуговування капіталу. У країнах з деформованим фінансовим ринком сформувалися усталені схеми переведення плати за капітал у тіньовий сектор. Крупний бізнес для цих цілей перш за все використовує офшорні зони, а дрібний – приватних підприємців чи інші інструменти конвертації капіталу із офіційного в тіньовий сектор.

Наукове завдання полягає в обґрунтуванні інструментарію оцінки величини плати за капітал, що виводиться у тіньовий сектор, а також у розробці рекомендацій щодо детінізації витрат на капітал. Останні можуть мати адміністративну та економічну природу і можуть дати ефект лише за їх комплексності, повноти та взаємодоповнюваності. Проблематика тіньової плати за капітал тісно пов'язана із тінізацією прибутку, заробітної плати та платежів за користування ресурсами.

Для оцінювання величини тіньового сектора плати за капітал доцільно використати інформацію щодо обсягу офіційних платежів у рамках плати за капітал у розрізі окремих його категорій. Йдеться про офіційні дивіденди, розмір тезаврованого прибутку, відсотки за облігаціями чи банківськими кредитами. Визначити фактичну плату за капітал прямими методами є нереалістичним завданням. З огляду на розмаїття схем та форм виведення

капіталу, а також на надзвичайну витратність подібного контролю, це можна зробити лише у відношенні невеликої кількості підприємств. Гіпотетично можна припустити, що величина тіньового сектору витрат на капітал (додаткова тіньова процентна ставка) відповідає різниці між ставкою, визначеною з використанням непрямих методів та витратами на капітал, що наведені в офіційній звітності. Визначальною при цьому є коректність непрямого розрахунку ставки витрат на капітал. У нагоді тут може статися уже згадана класична модель CAPM. Якщо припустити, що увесь реалізований прибуток підприємств, незалежно від того, чи він розподіляється чи ні, є платою за капітал, то ставка витрат на інвестиційний капітал, що фіксується офіційною звітністю буде відповідати рентабельності інвестованого у підприємство власного капіталу. Таким чином, різниця між очікуваною ставкою доходності, розрахованою за модифікованою CAPM та рентабельністю інвестованого капіталу складатиме наближене значення рівня тіньової плати за інвестиційний капітал. Ставку витрат на інвестиційний капітал рекомендується приймати як середнє значення за відповідний період. По борговому капіталу тіньова ставка відповідатиме різниці між середньорічною ринковою ставкою відсотка та відношення фінансових витрат до суми боргу. Основна складова тіньової процентної ставки за позики криється у сегменті комерційних позик (кредиторська заборгованість).

Проблематику використання класичної CAPM для ЕМ пропонується вирішити наступним чином. З огляду на неможливість об'єктивного обчислення параметрів моделі через відсутність заслуговуючої довіри інформації з локальних фінансових ринків, для ЕМ доцільно розробляти модифікації CAPM, які передбачають мінімальне використання даних зазначених локальних ринків. У пропонованій гібридній моделі задіяні такі параметри: глобальна безризикова ставка доходності, глобальна ринкова премія за ризик, премія за ризик країни, бета-фактор, розрахований на базі аналогового підходу, надбавка за специфічні ризики вкладень у конкретний актив [1]. На наш погляд, що меншими є глобальні операційні ризики, характерні для

конкретного виду діяльності, а також фінансові ризики конкретного підприємства, тим менше воно буде зазнавати впливу специфічних ризиків країни, і навпаки. Таким чином, виправданим є підхід, який передбачає взаємозв'язок бета фактора та CRP. Інші надбавки за ризик (за розмір підприємства, рівень мобільності часток, неточність планових розрахунків) є індивідуальними і залежать від конкретного підприємства та цілей розрахунку ставки витрат на капітал [2].

Для уникнення подвійного урахування одних і тих же ризиків, у пропонованій гібридній моделі не передбачено застосування додаткової надбавки за ризик банкрутства. Це пояснюється тим, що алгоритм розрахунку адаптованого бета передбачає урахування ризику структури капіталу. Водночас, параметр структури капіталу є складовою більшості методик розрахунку ймовірності дефолту. Окрім цього, з практичної точки зору, використання параметру ймовірності дефолту значно ускладнило б розрахунки та збільшило ризик помилкових оцінок через залучення додаткового фактору невизначеності. З теоретичної точки зору, у разі використання надбавки за ризик банкрутства, бета фактор має включати лише складову операційного ризику.

Таким чином, ставка витрат на капітал є продуктом впливу процесів глобалізації на фінансову діяльність корпоративних підприємств, необхідним параметром оцінювання їх результативності, змінною, що визначає фінансові відносини між корпоративним та фінансовим сектором економіки, результатом макроекономічної політики та економічних реформ локального уряду, критерієм ризиковості вкладення капіталу в конкретну країну, сегмент ринку, актив. За її допомогою можна провести наближені оцінки прибутків тіньового сектору економіки. Високі витрати на капітал, зокрема, тіньової їх складової є однією з причин низьких заробітних плат в Україні. Так, частка витрат на заробітну плату у структурі витрат та по відношенню до ВВП в Україні є на порядок нижчою, ніж у розвинених країнах. Висока щільність зв'язку між зростанням ризиків та рівнем заробітної плати і зростанням безробіття свідчить

про жорстку орієнтацію бізнесу в країнах ЕМ на інтереси шехолдерів та ігнорування інтересів стейкхолдерів. Структура економічних витрат є деформованою: непропорційно висока частка витрат на капітал та низька частка витрат на персонал. Високою є частка витрат корупції. Як наслідок, низька мотивація персоналу та низький рівень продуктивності праці.

Список використаних джерел:

1.Терещенко О.О. Прагматика розрахунку ставки дисконтування в період фінансової кризи / О.О. Терещенко // Фінанси України. – 2015. – № 6. – С. 58-71.

2.KPMG: Kapitalkostenstudien 2016. Електронний ресурс. - <https://assets.kpmg.com/>.

UDC 311.141:519.233.6

Ivashchenko A.I.

*PhD (Economics), Associate Professor of
Corporate Finance and Controlling Department
State University «KNEU named after V. Hetman»*

Global Competitive Index in assessment of Ukrainian business environment

Globalization provides countries with the new opportunities for development and brings them together in one world economy. However, the same trend allows global problems to penetrate every single society, that's why Ukraine is not the exclusion.

In many cases international ranking systems are used as information analytic toolkit for carrying out comparative analyses of characteristic features for performing business activities. Nowadays it is relevant to apply Global Competitive Index (GCI) for estimation of business competitiveness of the country. Wold Economic Forum held evaluation of different criteria for assessing the level of business conditions' attractiveness annually. Rank means multidimensional integral indicator, summarized